



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA DE LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 182 celebrada el día martes 14 de febrero de 2012

En Santiago de Chile, a 14 de febrero de 2012, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Rodrigo Vergara Montes y con la asistencia del Vicepresidente señor Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Joaquín Vial Ruiz-Tagle.

Asiste el Ministro de Hacienda, señor Felipe Larraín Bascuñán.

Asisten también:

Gerente General Subrogante, Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacur Gazali;
Gerente de División Estudios,
don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera,
don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional Subrogante,
don Miguel Ricaurte Bermúdez;
Gerente de Mercados Nacionales Subrogante,
doña Claudia Sotz Pantoja;
Gerente de Estabilidad Financiera Subrogante,
don Eduardo Olaberría Fermanell;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Economista Senior,
doña Tatiana Vargas Manzo;
Asesor de la Presidencia,
don Víctor Riquelme Peñaloza;
Periodista de la Gerencia Asesora de Comunicaciones,
don Jaime Troncoso Rojas; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor Rodrigo Vergara da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 182. En primer término, da la bienvenida al señor Joaquín Vial Ruiz-Tagle, en su carácter de nuevo Consejero de la Institución, quien participará en su primera Reunión de Política Monetaria por haber asumido recientemente sus funciones y, junto con ello, expresa su convicción de que su incorporación constituirá un gran aporte para el Consejo y el Banco.



Asimismo, indica que el Consejo, en Sesión Especial celebrada en el día de hoy, acordó renovar la designación del señor Manuel Marfán Lewis en el cargo de Vicepresidente del Banco.

En tercer, lugar, indica que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de agosto de 2012 para el día 16 de ese mes.

Por último, deja constancia que el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín le informó que solo asistirá al análisis de las opciones y adopción de acuerdos de la presente Sesión, que se tratarán en la segunda parte de esta Reunión.

A continuación, el Presidente señor Rodrigo Vergara da paso a la presentación del escenario externo, a cargo del Gerente de Análisis Internacional Subrogante señor Miguel Ricaurte.

El señor Miguel Ricaurte inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos desde la Reunión de Política Monetaria (RPM) precedente. En primer término, señala que las últimas cifras de actividad y empleo fueron levemente mejores en Estados Unidos de América, algo más negativas en la Zona Euro y que dieron cuenta de una desaceleración en China, y que, en este contexto, las proyecciones del Fondo Monetario Internacional se alinearon con lo planteado en el Informe de Política Monetaria (IPoM) del mes de diciembre de 2011.

En segundo lugar, menciona que los precios de la mayoría de los *commodities* aumentaron y que el mercado petrolero asignaría una menor probabilidad a la materialización de un conflicto en Medio Oriente.

Plantea, además, que se observan mejores condiciones financieras a nivel internacional, pero que persiste la incertidumbre respecto de la Zona Euro en general y, en particular, sobre la entrega del paquete de ayuda a Grecia tras la aprobación de recortes fiscales por parte de ese país.

Agrega que continuaron las rebajas de clasificación de riesgo en la Zona Euro. En este sentido, precisa que, a principios del mes, Standard & Poor's rebajó la clasificación de AAA a Francia, al Fondo de Estabilidad Financiera y a otros soberanos y bancos, y Moody's puso un *outlook* negativo a Francia, Reino Unido y Austria y previno en bajar la calificación de riesgo al Reino Unido.

En materia de política monetaria, consigna que la mayoría de los consejeros de la Reserva Federal proyecta que los primeros movimientos de tasas de interés se adoptarían recién en el año 2014; que el Banco de Inglaterra incrementó su programa de compra de bonos en £50 billones; que el Banco Central Europeo mantuvo su tasa y no aclaró cuál será su rol en la renegociación de la deuda griega; y que esta mañana, el Banco de Japón anunció que establecerá una meta de inflación de 1%, que posteriormente se revisaría al alza, a 2%, y que incrementará la compra de bonos de gobierno en 10 trillones de yenes.

El señor Miguel Ricaurte prosigue con su presentación, indicando que a pesar de la rebajas de calificación de riesgo comentadas y de la incertidumbre por el rescate de Grecia, los CDS soberanos mostraron una importante baja, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes, y que los CDS bancarios siguieron esta tendencia en Europa y Estados Unidos de América.



Añade que la volatilidad continúa disminuyendo y que los premios por riesgo corporativo cayeron en las economías desarrolladas y emergentes. De hecho, precisa que el VIX se encuentra hoy en niveles bastante más bajos que los observados en la segunda mitad del año pasado.

En cuanto a las primas por liquidez en dólares, destaca la reversión de la tendencia exhibida en las economías desarrolladas, ya que luego de experimentar aumentos hasta la Reunión pasada, han registrado bajas sostenidas durante un mes completo. Hace presente que ello se refleja también en otras medidas de liquidez, como son los *Basis Swaps* y el *Spread* entre la Libor y la tasa implícita para la Zona Euro y Estados Unidos de América, respectivamente, así como también en Japón.

Manifiesta, además, que las condiciones de liquidez también registraron leves mejoras en las economías emergentes, y que con el mejor ánimo reinante en el mercado, las bolsas repuntaron entre 5 y 9%, encabezadas por las europeas, ya que también fueron las que anotaron las mayores pérdidas durante el año 2011. Añade que este mejor ánimo llevó también a entradas de flujos a las economías emergentes, que se acercan a los niveles elevados de finales del año 2010 y principios del 2011.

En relación con las tasas de interés, el señor Miguel Ricaurte señala que las tasas de largo plazo en las economías desarrolladas exhibieron leves alzas, que alcanzaron a 6 puntos base en Estados Unidos de América, a 15 puntos base en Alemania y, coherente con ello, también en la Zona Euro. No obstante, hace presente que las condiciones crediticias se restringieron en estas economías durante el cuarto trimestre del año pasado, ya que los distintos programas de préstamos se tornaron menos flexibles.

Plantea que en materia de política monetaria, se observaron expansiones en las economías emergentes en particular, como en Brasil, Israel, Tailandia e Indonesia, y que se espera una mayor mantención del estímulo monetario en muchas economías desarrolladas y también en algunos países emergentes. Agrega que las encuestas y los contratos futuros dan cuenta de que se mantendría este estímulo monetario, especialmente en las economías desarrolladas.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si la alusión a una mayor mantención del estímulo monetario significa que continuarían las reducciones de tasas.

El señor Miguel Ricaurte responde que ello implica efectivamente, que persistirían las bajas de las tasas rectoras y, además, que ellas serán más prolongadas en las economías desarrolladas en particular.

Prosigue su exposición, mencionando que en las economías emergentes, las proyecciones se revisaron al alza en los últimos días. Al respecto, precisa que en América Latina ello se observa en Brasil, mientras que en Asia y Oceanía, Tailandia e Indonesia que fueron revisadas durante la última semana, probablemente como consecuencia de los mejores datos locales. De hecho, indica que en Tailandia se esperaba que la tasa de interés estuviera en 3,20% en dos años más, y ahora se proyecta que en esa fecha alcanzará a 3,25% anual.

Con respecto a Estados Unidos de América, comenta que se esperaba un alza hacia finales del año 2013, en tanto que ahora, con la publicación de las proyecciones de los miembros del *Board* de la Reserva Federal, el mercado ha interpretado que se ha postergado la oportunidad de la primera alza. En ese sentido, explica que ello, más los anuncios de



compra de títulos del gobierno por parte del Banco de Japón y del Banco de Inglaterra, constituyen una mayor prolongación del estímulo monetario en las economías desarrolladas.

En términos de paridades, destaca que el dólar estadounidense se depreció de manera generalizada, especialmente en América Latina y Europa emergente, y que de acuerdo con el cierre estadístico del día viernes 10 último, el peso chileno no solo registra una apreciación de 3,13% desde la Reunión pasada, sino que es la moneda que presenta la mayor apreciación frente al dólar estadounidense entre aquellas analizadas habitualmente para efectos de esta presentación. En cuanto al euro, agrega que se apreció frente al dólar en un 1,06%.

En materia de cifras económicas, subraya que las referidas a actividad y mercado laboral en Estados Unidos de América fueron mejores que lo anticipado; que persiste la debilidad en la Zona Euro, a pesar de que las encuestas de expectativas han arrojado resultados más positivos que los esperados por el mercado; y que se confirma la desaceleración de China. Recalca que estas cifras están en línea con lo proyectado en el IPoM de diciembre de 2011.

En lo relativo a producción industrial, indica que los datos de noviembre pasado, que son los más recientes, dieron cuenta de un leve repunte, y que en las encuestas de PMI de enero último fueron algo más favorables que a finales del año 2011. Además, destaca el repunte de Asia emergente, impulsado por Tailandia, economía que a pesar de que aún se mantiene en niveles bajos, registra una significativa recuperación luego de las inundaciones que la afectaron, empujando la actividad de esta región. Acota que América Latina se muestra sin cambios.

El señor Miguel Ricaurte destaca que se ha acentuado la percepción de desacoplamiento de la trayectoria del PIB de Estados Unidos de América y de la Zona Euro. En efecto, menciona que los indicadores proyectados muestran que la Zona Euro habría entrado en recesión en el cuarto trimestre del año pasado y que el descenso de su producto sería algo menor en el primer trimestre del año en curso, mientras que el de Estados Unidos de América continuaría el proceso de recuperación, no a tasas significativas, pero positivas.

En materia de empleo, hace presente que Estados Unidos de América y Alemania lideran la creación de puestos de trabajo en las economías desarrolladas, lo que los ha llevado no solo a una reducción de sus tasas de desempleo respectivas, sino que a alcanzar una tasa de desempleo récord en el caso de Alemania y a exhibir la más baja en varios años en el de Estados Unidos de América.

En este contexto, plantea que las proyecciones de crecimiento del mercado y del Fondo Monetario Internacional se han alineado con las del IPoM. Explica que ello obedece a que las proyecciones anteriores de dicho organismo correspondían a las del mes de septiembre de 2011 y, en consecuencia, estaban bastante rezagadas con respecto a los eventos que ocurrieron a partir de entonces. Añade que destacan los grandes ajustes efectuados en la Zona Euro y en China, que dan cuenta de una mayor caída para el año 2012 en dicha región y una desaceleración importante en China, superiores incluso a lo proyectado en el último IPoM. No obstante, precisa que en el neto y en términos de nuestros socios comerciales, están alineadas con las proyecciones internas.

El Gerente de Análisis Internacional Subrogante señala que las brechas del PIB esperadas para el cuarto trimestre dan cuenta de esta desaceleración global. De hecho, advierte que las proyecciones del producto para el primer trimestre del año en curso mantienen esta desaceleración. A título ejemplar, menciona que China, que estaba creciendo



en el rango de tendencia, comienza a hacerlo a una tasa parecida o inferior a la de tendencia, dando cuenta de la desaceleración de su economía.

El Presidente señor Rodrigo Vergara se refiere al *Heat Map* relativo al PIB que se encuentra contenido en la lámina N° 24 de la presentación y consulta la razón por la cual Chile aparece en rojo, esto es, que su producto estaría creciendo más rápido que su crecimiento de tendencia.

El señor Miguel Ricaurte indica que dicha información no corresponde a la proyección oficial del Banco. Aclara que para estos efectos, se realiza una estimación para todos los países analizados, utilizando para ello un filtro HP sobre los crecimientos respectivos, y con esa información se determina si las expectativas se encuentran por sobre o bajo las expectativas de mercado. Especifica que se considera como punto de partida la estimación del año 2008, que luego se asume que el crecimiento futuro de cada economía es el de tendencia y se lo compara con las expectativas de crecimiento.

Asimismo, y respondiendo la consulta específica formulada por el Presidente señor Rodrigo Vergara, precisa que el hecho que Chile aparezca en color rojo significa que su PIB potencial está sobre la tendencia y, además, que está creciendo más rápido que su crecimiento de tendencia.

El Presidente señor Rodrigo Vergara manifiesta que le sorprende el hecho que la economía chilena esté creciendo a una tasa mayor que su tendencia.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto plantea que se debe considerar lo que arroja el filtro HP respecto a la tendencia del producto y que la velocidad de los últimos tres meses, hasta diciembre del año 2011, fue de 6%, aproximadamente, superior a la tendencia.

El señor Miguel Ricaurte retoma su presentación, señalando que coherente con la desaceleración global de la economía, la inflación se ha moderado en las economías desarrolladas y en Asia emergente, y que la inflación de alimentos, en particular, que ha sido motivo de preocupación, estaría en línea con los comportamientos históricos. Exhibe, además, el *Heat Map* de inflación que se contiene en la lámina N° 28 de la presentación, que muestra que los desvíos respecto de las metas se mantienen en los países analizados.

Con respecto a las proyecciones de inflación, informa que Consensus Forecasts ha dado a conocer los primeros datos para el año 2013. En su opinión, lo destacable, más allá de las leves bajas observadas en el último mes en Europa emergente y en economías desarrolladas y las leves alzas en América Latina y Asia emergente, es el hecho que las proyecciones para el año 2013 están alineadas con las del año 2012.

En materia de precios de *commodities*, indica que la mayoría de ellos ha aumentado. Destaca la caída del precio del petróleo WTI por un exceso de oferta en Estados Unidos de América y el incremento del petróleo Brent por una mayor demanda en Europa y Asia, como consecuencia del clima adverso.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán, refiriéndose a los gráficos que se contienen en la lámina N° 29, solicita que se explique lo que representan las barras con borde verde y naranja.



El señor Miguel Ricaurte responde que ellas representan las mayores variaciones de precio registradas en el mes en relación con la variación anotada al cierre estadístico, y que en este caso particular correspondió al día anterior. A título ejemplar, señala que en el último mes, el maíz llegó a bajar alrededor de 7,5% con respecto a la RPM anterior, mientras que al cierre, esa caída alcanzó solo a 0,2% respecto de igual fecha. Añade que este gráfico tiene por objeto mostrar la volatilidad de los precios de los *commodities*, pero que a partir de la próxima Reunión se exhibirán las mayores alzas y caídas, a fin de entregar una noción de volatilidad, no solo de las máximas variaciones.

En relación con los índices agregados, comenta que los correspondientes a metales, granos y cereales, así como el de energía, aumentaron respecto de la Reunión pasada. Añade que el índice FAO de enero, que está atrasado un mes respecto de los índices restantes, también experimentó un aumento de 2%, empujado por todos sus componentes, con excepción de la carne, cuya alza fue inferior a 2%, y el maíz, que en enero pasado registró un aumento en torno a 6% por la sequía que ha afectado a América Latina.

En cuanto a los perfiles futuros del índice FAO total, señala que se han ajustado al alza respecto al citado IPoM de diciembre, aparentemente por el aumento del precio de la carne y los lácteos, ya que el índice FAO de cereales no ha registrado variación.

Hace presente que el precio de los metales aumentó de manera generalizada, no destacándose el oro en esta ocasión, pero sí el cobre, que no solo exhibe un alza significativa, sino que su perfil de precios futuros es más elevado. Añade que el perfil de futuros del petróleo Brent, en cambio, que es el considerado para efectos del precio de la gasolina en Chile, se ha mantenido, porque no hay expectativas de alzas futuras.

Al concluir su presentación, el Gerente de Análisis Internacional Subrogante señor Miguel Ricaurte exhibe un gráfico de la volatilidad del WTI y el VIX, que se contiene en la lámina N°34, para reflejar el impacto que podría tener un eventual conflicto en Medio Oriente. Al respecto, hace notar que la volatilidad de las opciones de WTI han venido cayendo, a pesar del primer anuncio de Francia de un embargo a las importaciones de petróleo desde Irán y de su posterior aprobación por parte de la Unión Europea, lo que significa que el mercado le estaría asignando poca probabilidad de ocurrencia a un *shock* adverso para la oferta de petróleo de Medio Oriente.

No obstante, hace presente que en caso de una disminución de la oferta de petróleo, en particular de una contracción del 80% del proveniente del Golfo, el efecto sobre el precio de este producto sería muy significativo, estimándose un alza del orden de un 55%, en promedio, en doce meses.

Por último, reitera que el mercado le está asignando poca probabilidad a ese evento, pero que en esta ocasión ha sido cuantificado para tener una noción de cuál sería su posible efecto.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del Gerente de Análisis Internacional Subrogante señor Miguel Ricaurte y, a continuación, ofrece la palabra para consultas o comentarios.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que lo más notorio del escenario internacional es la estabilidad de las cifras de las últimas semanas, que dan cuenta de un mejor panorama en Estados Unidos de América y uno más negativo en Europa, y que se ha reflejado en los precios de los activos en las demás regiones del mundo, en las distintas bolsas, en los bonos, en la preferencia por riesgo y el tipo de cambio, entre otros.



Dado lo anterior, considera que la pregunta que surge naturalmente es cómo poder distinguir si la debilidad del escenario europeo, que se circunscribiría únicamente a la grave situación en Grecia y Portugal, más el hecho que Italia y España hayan recibido protección de las autoridades europeas para que no se profundice la crisis de ese continente, han llevado a una modificación del escenario de carácter más permanente o si corresponde a uno de los tantos episodios de volatilidades que se han generado.

El Consejero señor Joaquín Vial plantea la conveniencia de separar la Zona Euro en dos, porque las economías del sur claramente están muy desacopladas de las restantes y considerando también las importantes diferencias de pesos relativos entre ellas. En su opinión, analizar los datos promedio de esa región puede resultar engañoso.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán hace presente que el Fondo Monetario Internacional ajustó sus proyecciones hacia la baja y que lo mismo haría Consensus Forecasts. Indica que con ello, se confirma un cierto grado de mayor pesimismo respecto de las mediciones y proyecciones anteriores que se han comentado en ocasiones previas, y que se suma a ello el mensaje de los miembros del FOMC, que sigue siendo también bastante pesimista.

Dado lo anterior, expresa que le llama la atención que las proyecciones de organismos oficiales contrasten de manera significativa con un cierto repunte de las expectativas y optimismo del mercado. En todo caso, manifiesta que en este tipo de circunstancias, tiende a confiar más en las autoridades.

Con respecto a Europa, señala que la situación es similar, pero que a ello se suma que el PIB fue corregido a la baja recientemente y el hecho que el día anterior, Moody's rebajó la clasificación de riesgo soberano a trece economías, con lo cual se acentúa el pesimismo.

En ese contexto, y teniendo presente la información proporcionada en el marco de esta presentación, estima que no existen elementos que permitan estimar que los riesgos se han reducido, sino que se mantienen respecto de la RPM anterior.

El Consejero señor Enrique Marshall indica que, a su juicio, seguiría prevaleciendo una idea negativa respecto de la situación económica en Europa y de un probable incumplimiento de Grecia, mientras que las noticias respecto de América Latina darían cuenta de una cierta expansión y, por lo tanto, que el impacto de la crisis sería bastante acotado por el momento. Comenta, incluso, que Colombia está experimentando un crecimiento importante y que, de hecho, se encontraría próxima a una situación de riesgo en términos de expansión del crédito.

A juicio del Consejero señor Joaquín Vial, parte de la diferencia entre las proyecciones de las autoridades y las expectativas del mercado responde a la oportunidad en que se formulan y, por lo tanto, no se aventura en afirmar que los mercados están más o menos equivocados que las autoridades. Manifiesta entender que el *World Economic Outlook* constituye una actualización al mes de enero pasado, efectuada probablemente con información del mes de diciembre, que sería muy similar a la que estaba disponible cuando se elaboró el IPoM de ese mes, mientras que las expectativas del mercado se basan en información del presente mes de febrero.



Señala que, de acuerdo con su lectura, si bien se observa que la evolución de la coyuntura en el escenario base es algo más auspiciosa que hace un par de meses atrás, concuerda con que el problema radica en que de materializarse el escenario de riesgo, sus efectos serían tan graves como los estimados hace algunos meses. Agrega que no es posible afirmar que la probabilidad de ese escenario de riesgo haya aumentado o disminuido, sino que solo se puede estimar que quizás ha disminuido levemente, esto es, algunas décimas, aunque el riesgo de accidente probablemente siga siendo similar.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan consulta si se cuenta con información adicional respecto de la desaceleración de las importaciones que se observa en China según el último dato, habida consideración que estas registraron una caída de 15% y a que, en cierta medida, el escenario base está basado sobre una inercia de China en el contexto de la desaceleración de Europa.

Con respecto a Europa, comenta que el LTRO solucionaría, por ahora, uno de los problemas del sistema bancario europeo. Precisa que la gran preocupación radicaba en la forma como se iba a refinanciar la estructura de vencimientos de bonos y otras fuentes de financiamiento mayorista sin considerar los fondos mutuos o el retiro de depósitos en algunos países. No obstante, el LTRO, de alguna manera, la habría mitigado o quizás solucionado, restando aún el problema de los niveles de capital y de calidad de los activos de la banca, especialmente de los países periféricos. En este sentido, plantea que está por verse si las medidas de normalización de cartera crediticia que está llevando a cabo el gobierno español abordan correctamente el problema inmobiliario y si los bancos franceses logran reunir el capital necesario para enfrentar posibles pérdidas por sus acreencias en Grecia y otros países.

En este contexto, hace presente que a pesar de existir financiamiento, persiste la preocupación en orden a que los bancos europeos vayan a ser muy contractivos, afectando especialmente a las empresas de menor tamaño y agravando el problema macroeconómico, que no muestra evidencias de recuperación. A título ejemplar, alude al último dato del Banco Central Europeo sobre financiamiento de pequeñas y medianas empresas en la Eurozona, que exhibe un significativo deterioro en las condiciones de acceso al mismo en España, Italia y en Francia.

En opinión del señor Kevin Cowan, el LTRO soluciona un problema específico, pero queda igualmente subsistente el de fondo, particularmente en la banca, que sería parecido al que ocurrió en el mes de junio del año 2011, pero que ahora cuenta con un apoyo por parte del Banco Central Europeo bastante mayor.

En virtud de lo expuesto anteriormente, reitera la pregunta inicial, esto es, si la situación descrita concluye favorablemente o si acaso el escenario base seguirá dependiendo muy crucialmente de cómo Latinoamérica y Asia, en particular, logran desacoplarse de lo que parece ser un escenario muy contractivo en Europa en los próximos meses.

El Presidente señor Rodrigo Vergara estima que si bien el escenario externo sigue siendo complejo y que los escenarios de riesgo siguen existiendo, algunos indicadores financieros, como es el caso de las bolsas, dan cuenta de un cierto cambio de sentimiento, que puede ser o no de carácter transitorio. Indica que este cambio surge a partir del LTRO, acción que ha implementado el Banco Central Europeo y que solucionó el problema de liquidez, y, por otra parte, de la publicación de las cifras de empleo en Estados Unidos de América, que fueron mejores que lo esperado



Asimismo, consulta por la idea que contiene el título de la lámina N° 26 de la presentación, denominado “Inflación de alimentos en emergentes en línea con comportamiento histórico”.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera procede a responder las consultas y comentarios formulados precedentemente. En primer término, y en cuanto a las proyecciones internas *versus* las del Fondo Monetario Internacional, señala que las primeras tienen una ventaja de tiempo respecto de las otras, porque estas últimas corresponden a las del mes de septiembre del año pasado. Precisa que la corrección realizada por dicho organismo últimamente es equivalente a la efectuada en el IPoM de diciembre respecto al Informe anterior de septiembre, y que las proyecciones de Consensus Forecasts tienen cierto rezago y van ajustándose gradualmente. Enfatiza que el Banco Central de Chile se adelantó a esas correcciones, pero que en el neto, el ajuste del Fondo Monetario Internacional desde septiembre a diciembre de 2011 es similar al realizado internamente.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán concluye que no hay más pesimismo o, en otras palabras, que no existe mayor optimismo que el observado.

El señor Luis Óscar Herrera plantea que, en términos de proyecciones de crecimiento, no hay más optimismo hoy día, porque se compensan los cambios en Estados Unidos de América con los observados en Europa. Precisa que esa es la idea que se quería reforzar.

Destaca que en términos financieros, claramente existe mayor optimismo, como también en términos de materias primas, a pesar de la incertidumbre respecto de su permanencia o transitoriedad. Hace presente que, en este momento, la visión de la Gerencia de División Estudios y lo que está implícito en el escenario planteado en las minutas, tanto de antecedentes como de opciones, es que persisten una serie de factores y riesgos fundamentales que llevan a dudar respecto de la sustentabilidad de esta situación, ya que se mantienen diversas dificultades en la implementación de los programas. Advierte que una vez que se encuentren en ejecución, significarán igualmente un recorte en la proyección de crecimiento de la Eurozona.

En relación con las importaciones de China, manifiesta que resulta difícil interpretar los últimos datos, porque coinciden con las celebraciones del año nuevo lunar.

Con respecto a la precisión solicitada por el Presidente señor Rodrigo Vergara, el Gerente de Análisis Internacional Subrogante señor Miguel Ricaurte señala que la idea detrás de la afirmación “Inflación de alimentos en emergentes en línea con comportamiento histórico”, ha sido la de destacar que no hay ningún elemento extraordinario en su comportamiento y que no se advierte tampoco una aceleración en la inflación de alimentos en otras regiones del mundo que pueda constituir una señal de alzas en los precios a nivel internacional.

Indica que a ello se suma el hecho que los reportes más recientes del Departamento de Agricultura de Estados Unidos de América y de otros organismos, incluida la FAO, dan cuenta de que si bien este año habría una caída en la producción en ciertos alimentos por efectos climáticos, el nivel de partida del año 2010 es más favorable que el del año 2007, porque en esta oportunidad hay mayores extensiones de producción agrícola y ello contribuye a que la situación de oferta sea algo más holgada que en episodios anteriores, cuando los precios de los alimentos aumentaron.



Agrega que se espera una demanda mundial más débil y una demanda por alimentos también menor y, por lo tanto, menores presiones en ese aspecto.

Por último, manifiesta que si bien hay casos puntuales, como el de Turquía, que está registrando inflaciones altas y también en materia de alimentos, todo lo mencionado anteriormente confluye a que no se anticipe ningún hecho relevante a nivel internacional en términos de la evolución de la inflación de alimentos.

El Consejero señor Enrique Marshall destaca que en el último mes se ha observado una mejora de ánimo en los mercados financieros, con cambios en los fundamentos o en las condiciones reales. En su opinión, ello obedecería a que hay considerable riqueza financiera en el mundo y a que los mercados están muy presionados por las tasas de interés de los instrumentos de bajo riesgo, existiendo, por tanto, mayor disposición por tomar posiciones en activos algo más riesgosos. Hace presente que ello generará movimientos permanentes en las bolsas.

No habiendo más comentarios y preguntas, el Presidente señor Rodrigo Vergara solicita al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto, que exponga acerca del escenario interno.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico inicia su exposición, mencionando los puntos destacados desde la última Reunión.

En primer término, destaca que el dato de actividad correspondiente al mes de diciembre sorprendió al alza, la que estuvo impulsada principalmente por los sectores de comercio, construcción y minería.

En segundo lugar, indica que ha continuado el proceso de normalización de la demanda interna. De hecho, comenta que se observa claramente una atenuación en el ritmo de crecimiento de las importaciones, como indicador adelantado de la demanda.

Por otra parte, hace presente que el mercado laboral se muestra particularmente estrecho y que los salarios mantienen un dinamismo elevado.

Agrega que los premios en los mercados financieros han tendido a retroceder y que el tipo de cambio se apreció con fuerza durante las últimas semanas.

Asimismo, resalta que en enero la inflación anual retrocedió levemente, en línea con lo esperado, y que se ha corregido la proyección interna al alza, fundamentalmente por algunos *shocks* de oferta y la mayor estrechez en el mercado laboral que, se estima, tendrá algunas repercusiones en la evolución de los precios hacia adelante.

Por último, señala que, para esta Reunión, la mayor parte del mercado apuesta por una mantención de la tasa.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, reiterando que el dato de actividad sorprendió al alza. Al respecto, precisa que el IMACEC de diciembre ascendió a un 5,3% anual y que registró una variación mensual de un 1,3% en términos desestacionalizados. Subraya que al considerar únicamente los IMACEC, el crecimiento del año 2011 habría sido de un 6,3%, algo por sobre lo estimado en el último IPoM.



A nivel sectorial, destaca la aceleración exhibida por el comercio hacia finales del año 2011, tanto minorista como mayorista. Agrega que, por tipo de bienes, se aprecia que tanto las ventas de bienes no durables como durables se han acelerado en el margen, y de manera generalizada en el caso de estos últimos.

En cuanto a la industria, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico comenta que esta continúa con bajos niveles de producción. De hecho, especifica que los sectores más ligados a las exportaciones han registrado tasas de crecimiento muy bajas y que la otra rama de industrias también se muestra estancada en la punta. No obstante, hace presente que la última encuesta del IMCE refleja que la percepción de producción esperada repuntó luego de varios meses y que, por su parte, cayó levemente la percepción de que los inventarios están por sobre sus niveles normales, todo lo cual apuntaría en el margen a estimar una perspectiva algo más auspiciosa respecto del sector industrial.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta por los sectores industriales que se encuentran más deprimidos.

El señor Claudio Soto responde que se encuentran más deprimidos aquellos sectores exportadores de celulosa y madera, que están muy ligados al mercado norteamericano y europeo, así como los sectores intermedios, por ejemplo, el de refinación de combustible, cuyo caso obedecería a problemas de carácter técnico y efectos de mercado derivados de la sustitución de parte de la producción interna por importaciones de gasolina o combustible refinado.

El Presidente señor Rodrigo Vergara pregunta además por los sectores minero y metalúrgico.

El señor Claudio Soto informa que la minería sorprendió al alza en los últimos meses del año 2011, pero que esta tendría un componente transitorio. De hecho, indica que los datos de consumo energético de enero dan cuenta de una baja mensual, lo cual hace suponer que para dicho mes debiera haber una corrección a la baja en la producción. Añade que el alza de fin de año puede deberse, en parte, al hecho que se tienden a cumplir los programas de producción de las grandes empresas, lo que genera saltos de carácter más bien transitorio y que, por lo tanto, no debieran significar un cambio de tendencia en el sector.

El Consejero señor Sebastián Claro recuerda que se proyecta que el presente año sea bastante positivo para la minería. El señor Claudio Soto precisa que este año debiera ser más auspicioso que el anterior, considerando que los problemas derivados de los paros se sumaron a los bajos niveles de producción observados durante dicho período. Hace presente que el supuesto de trabajo es que ello no se repetirá durante el año 2012.

El Consejero señor Joaquín Vial se refiere a las cifras relacionadas con los proyectos e inversiones que se han estado llevando a cabo en el sector minero. Al respecto, indica que las estimaciones apuntaban a que dichos proyectos comenzarían a ejecutarse durante el año 2011, lo que no aconteció, y que en el año 2012 o 2013 se registraría un aumento en el volumen de producción del orden de un 5 o 6%. No obstante, llama la atención que el año pasado dos o tres empresas mineras de tamaño relevante exhibieron aumentos de producción bastante significativos, los cuales se concentraron en los últimos meses del año. En todo caso, señala que desconoce si ello corresponde a la materialización del aumento de producción pronosticado por largo tiempo y que se había visto postergado.



El señor Claudio Soto comenta que la ley mineral ha caído de manera sistemática y que es probable que continúe disminuyendo, a lo cual se suma que grandes yacimientos se agotarán en los próximos años. En su opinión, las cuantiosas inversiones aludidas tienden más bien a mantener los niveles de producción, que a aumentar la capacidad productiva de manera significativa.

En todo caso, hace presente que el escenario del IPoM considera que el sector de minería registrará una tasa de crecimiento positiva, lo que constituye un supuesto más bien alentador, habida consideración que su tasa de crecimiento promedio de los últimos 5 o 7 años es igual a 0%.

El Presidente señor Rodrigo Vergara comenta que COCHILCO proyecta un crecimiento en la producción de cobre del orden de un 30% desde este año al 2018, el cual se concentraría en los años 2012, 2015 principalmente, y en el año 2018, cuando vence el plazo de uno de los proyectos. De hecho, precisa que dicho organismo ha estimado un crecimiento de 6 o 7% para el presente año, superior al 4% y fracción contemplado internamente.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera señala que suele distorsionarse la lectura de los datos del sector minero, porque el alza de precios dificulta la determinación del aumento de los márgenes de dicho sector. En este sentido, comenta que algunas cifras son interpretadas como caídas en la productividad, porque hoy en día se explota mineral de mucha menor ley, lo que implica un bastante mayor movimiento de material y, por ende, mayor utilización de energía eléctrica y agua. No obstante, sostiene que el rendimiento productivo, medido en toneladas, es el mismo, pero que el rendimiento económico es mayor debido a los altos precios aludidos, lo cual se refleja en caídas en la productividad del sector. Agrega que ello también ocurre en muchos otros países productores de este *commodity*.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto retoma su presentación e indica que el dato de expectativas correspondiente al mes de enero, tanto de empresas como de personas, muestra un rebote. En el caso específico de las expectativas de empresas, destaca el fuerte incremento por parte del sector comercio en los últimos tres meses, que las expectativas del sector construcción se han mantenido elevadas desde mediados del año pasado y que se observa además un cierto rebote en el sector industrial.

Con respecto a las expectativas de las personas, menciona que si bien se aprecia también un alza en el dato mes a mes, ellas continúan en la zona pesimista. Agrega que el componente que registra un incremento mayor corresponde a la percepción de la situación familiar o personal, estimándose que ello obedece a las muy favorables condiciones que exhibe el mercado laboral.

Hace presente que, como sustento a la hipótesis de desaceleración de la demanda, los datos de importaciones muestran, en general, que los niveles han tendido a estabilizarse, tanto en términos nominales como reales, mientras que las importaciones de bienes de capital, si bien se mantienen en niveles altos, registran caídas mes a mes.

El señor Claudio Soto plantea que más allá de los antecedentes por el lado de las importaciones, la relación histórica entre el consumo y algunos indicadores, como la masa salarial o los indicadores de expectativas, da cuenta de que tanto la masa salarial, cuyas tasas de crecimiento interanuales han tendido a reducirse, como las expectativas, hacen prever una cierta atenuación en el ritmo de crecimiento del consumo.



En relación con las colocaciones, indica que las de comercio exterior han tenido un ajuste importante a la baja, tanto en términos mensuales como interanuales, lo que es coherente con la evolución de las importaciones. Añade que se mantiene el dinamismo de los créditos comerciales, que las colocaciones a personas también registran una cierta atenuación en el ritmo de expansión, pero de una intensidad menor que el caso de las de comercio exterior, y que las colocaciones para la vivienda muestran asimismo una cierta tendencia a desacelerarse, pero bastante moderada en el tiempo.

Con todo, indica que, basado en los antecedentes de diciembre último, se ha corregido al alza la proyección de crecimiento para la economía, tanto para el primer trimestre del presente año como en general para el 2012, estimándose que crecerá alrededor de un 4,6% este trimestre y que registrará una variación trimestral de un 0,8%, menor que la registrada desde fines del año pasado.

Informa que los sectores que experimentan una mayor corrección al alza para el primer trimestre de 2012 son comercio, construcción y minería.

El Presidente señor Rodrigo Vergara observa que la corrección del primer y segundo trimestre es bastante significativa respecto de lo proyectado un par de meses atrás, ya que no solo alcanza a cinco décimas en total, sino que considera una velocidad de crecimiento bastante razonable en ambos trimestres. Consulta, en consecuencia, si ello se traducirá en un cambio de la proyección para el presente año.

El señor Claudio Soto explica que se ha supuesto que la mitad del alza de un 1,1% registrada en el mes de diciembre es de carácter transitorio y que la otra permanece, llevando a corregir el incremento del PIB del primer y segundo trimestre del presente año en 50 puntos base.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán comenta algunos aspectos que tienen implicancia sobre la política monetaria. En primer término, señala que le preocupa la corrección al alza de la proyección del sector construcción, desde 6,2 a 8,9%, en razón de que podría llevar a recalentamientos en esa actividad y burbujas inmobiliarias, como la que se observó en Brasil el año pasado y que exhibe Colombia actualmente. Asimismo, indica que el sector comercio también se corrige al alza de manera importante.

Destaca que ambos sectores están muy ligados a la demanda agregada y a las tasas de interés y que, por lo tanto, más allá de otras consideraciones, como las del mercado laboral, ameritaría tener una medida de PIB potencial sectorial, porque, al parecer, estos sectores estarían superando sus respectivos PIB potenciales.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que la corrección al alza del PIB para el primer trimestre del año en curso hace difícil suponer que se vayan a generar holguras, por lo menos durante este período, lo cual tiene implicancias para la política monetaria.

El Consejero señor Sebastián Claro solicita que se precise si las cifras del último trimestre dan cuenta de una desaceleración más lenta de los distintos componentes de la demanda. En caso afirmativo, consulta si ello sería significativo en cuanto a que los niveles actuales de algunos componentes de la demanda estarían por sobre lo que sugieren los modelos internos.



El señor Claudio Soto, refiriéndose a las correcciones efectuadas a las proyecciones, destaca la referente al alza en la demanda por componentes del consumo para el primer trimestre del año en curso, en que el crecimiento del consumo privado aumenta desde 4,6 a 5,3%. Al respecto, indica que si se considera la evolución que ha tenido el ingreso privado disponible o los niveles de ahorro privado, se puede sostener que aquellos a los cuales está alcanzando el consumo son coherentes con sus fundamentales, no así la inversión, que claramente se encuentra por sobre ellos. A título ejemplar, comenta que se observa un *boom* de inversión, sobre todo en lo correspondiente a maquinarias, que supera aquello que se puede explicar por fundamentales.

Hace presente que la desaceleración de la demanda ha ocurrido a una tasa algo más lenta que la contemplada en el IPoM, cuando se supuso que las turbulencias financieras tendrían un impacto en la demanda del cuarto trimestre del año pasado y en el trimestre en curso, lo cual no se ha materializado. Por lo tanto, plantea que el probable impacto de ellas en la demanda va a ser más atenuado, por lo menos en el corto plazo, y que ello está implícito, de alguna manera, en este escenario.

El Consejero señor Joaquín Vial consulta si la caída que exhiben los inventarios como porcentaje del PIB, desde el último trimestre del año pasado, obedece a una razón de oferta o demanda y si ella es de carácter transitorio.

El señor Claudio Soto responde que se produjo un ajuste en las importaciones, motivado por expectativas de una fuerte contracción de la demanda, que ha generado, a su vez, una cierta reducción de inventarios. No obstante, destaca que la demanda se ha ido ajustando más gradualmente, desconociéndose aún si ello llevará a una reversión en las decisiones de acumulación de inventarios hacia adelante. Agrega que, de acuerdo con el IMCE, tanto en industria como en comercio, las respuestas apuntan a que los inventarios se encuentran en niveles adecuados y que, por tanto, no existiría una necesidad de ajuste futuro de importancia.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan alude a la corrección al alza del crecimiento del sector construcción en el primer trimestre, desde 6,2 a 8,9%. Al respecto, consulta si tal alza corresponde a construcción residencial o no residencial.

El señor Claudio Soto responde que la corrección antedicha obedece tanto a la construcción residencial como a otras obras de ingeniería, que está creciendo con fuerte dinamismo, porque está asociada a proyectos de inversión, mineros y energéticos.

En cuanto a la parte residencial, señala que las ventas exhiben un aumento, en especial de aquellas no sujetas a subsidio habitacional. Subraya, en consecuencia, que en la medida que estos subsidios se incorporen en la medición, se observará un mayor dinamismo en las ventas.

El Presidente señor Rodrigo Vergara hace notar que la economía registró una desaceleración importante en el tercer trimestre del año pasado, mientras que en el cuarto volvió a crecer de manera importante. Sobre el particular, consulta si hay algún tipo de indicio de que ello pueda tener relación con la política fiscal, que se aceleró significativamente en el cuarto trimestre.

El señor Claudio Soto responde que dicha situación no se ha analizado a fondo y que si bien se conoce que el dato correspondiente a gasto fiscal de diciembre último fue muy alto, no se puede afirmar que dicho antecedente explique el crecimiento del PIB del cuarto trimestre de 2011, dado que resulta difícil establecer el perfil del gasto fiscal.



Agrega que en el mundo hubo un cierto *Soft Patch* en el tercer trimestre del año pasado y una recuperación en el cuarto, de carácter más generalizado.

Por último, hace presente que los movimientos sociales del tercer trimestre del 2011 llevaron a ajustar a la baja algunos componentes del PIB, como es el caso de aquellos relacionados con la administración pública y servicios públicos, lo que explica, en parte, la desaceleración de ese período.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa que lo que tiene relación con el aspecto fiscal, es que el déficit estructural de cuenta corriente, aumentó de 4 a 6%, aproximadamente, y que la meta fiscal estructural se modificó desde -1% a 1% del PIB.

El señor Claudio Soto retoma su presentación, destacando que en el contexto de esta cifra levemente más dinámica de la actividad, el dato de desempleo del mes de diciembre pasado dio cuenta de una caída significativa en la tasa de desempleo del trimestre móvil.

Al respecto, indica que la tasa referencial, que es aquella que computa el INE en la nueva encuesta, alcanzó a 6%, y que si bien ella es bastante volátil, llegó a niveles históricamente muy bajos. Asimismo, subraya que hacia fines del año pasado se produjo un fuerte crecimiento en el empleo asalariado, en detrimento del empleo por cuenta propia, lo que se debería a la recomposición de la forma en que los encuestados se clasifican a sí mismos y a un factor de carácter estacional, que corresponde al aumento del empleo agrícola que ocurre habitualmente a fines de año.

Desde una perspectiva histórica, indica que al revisar la tasa de desempleo desde el año 1986 en adelante, tanto la informada por la Universidad de Chile como por el Instituto Nacional de Estadísticas, se observa que en el margen dicha tasa se encuentra en niveles históricamente muy bajos y que resulta comparable con las registradas a mediados de los años noventa.

El señor Claudio Soto señala que en esta ocasión se efectuó un ejercicio adicional con el objeto de medir la brecha de empleo, esto es, la diferencia entre este y una tendencia del mismo, que dio como resultado que en el margen, el empleo está por sobre lo que indicaría su tendencia, lo cual reafirma, en parte, la visión que las holguras, por lo menos en el mercado laboral, son bastantes escasas.

Agrega que, coherente con lo anterior, se advierte un dinamismo importante en los salarios. De hecho, precisa que aumentaron en el mes de diciembre, no solo porque, en general, tienden a incrementarse de manera importante a fines de año, sino también porque las tasas de crecimiento se han elevado en el margen, al menos las nominales.

Hace presente que en respuesta a una solicitud sistemática que se ha formulado, se incorporó en esta oportunidad una lámina adicional que da cuenta de la medición de la brecha entre el crecimiento de los salarios y el del componente de indexación de los mismos, en que un aumento de la brecha significa que los salarios están creciendo por sobre lo que indican las cláusulas habituales de indexación. Hace notar que, tal como se observa en la lámina N° 52 de la presentación, los últimos datos reflejan que en el margen, los salarios han crecido por sobre lo que indicarían las cláusulas antedichas. En todo caso, plantea que este comportamiento ha venido ocurriendo desde hace un par de años.



El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta si en estado estacionario, ello debería converger a un aumento de la productividad del trabajo.

El señor Claudio Soto responde afirmativamente y plantea que si el PIB crece al 4,5% y el empleo lo hace al 1,5% en estado estacionario, la productividad media del trabajo crecería al 3%.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, mencionando que los salarios continúan creciendo entre 2 y 5% en términos reales. Añade que los costos laborales, que habían registrado un alza significativa meses atrás, retrocedieron en los últimos meses, pero que el último dato da cuenta de un nuevo repunte. En todo caso, enfatiza que, en general, las tasas de crecimiento de los costos laborales unitarios reales son elevadas en términos históricos.

En materia de inflación, indica que el registro del mes de enero del presente año estuvo en línea con lo proyectado y que la variación interanual se redujo de 4,4 a 4,2%. Añade que en una medida subyacente, que excluye alimentos y energía, aumentó desde 2,4 a 2,6%, también en línea con lo anticipado.

Informa que los componentes que incidieron en atenuar la variación mensual antedicha correspondieron principalmente a ítems volátiles, tales como los precios de frutas y verduras, que cayeron por una razón estacional, y el precio de la energía eléctrica, por cuanto las tarifas registraron una baja en el citado mes de enero. Menciona que, por el contrario, los otros componentes tendieron a aumentar. En cuanto a la proyección interna, deja constancia que no hubo grandes sorpresas.

Plantea que una agrupación alternativa que se presenta en esta oportunidad corresponde al IPC sin alimentos ni energía, y al IPC de alimentos y al IPC de energía en forma separada, que se informan en las tres últimas líneas de la tabla que se contiene en la lámina N° 56. Indica que de acuerdo con ello, se observa que las sorpresas al alza se registraron en la parte subyacente de alimentos y energía, mientras que la partida de alimentos relacionada con la carne y los alimentos no perecibles sorprendió a la baja.

Agrega que la velocidad de la inflación ha aumentado en los últimos meses, tanto la del IPCX1 como la de la medida que excluye alimentos y energía.

En cuanto a las perspectivas inflacionarias, informa que la parte subyacente que excluye alimentos y energía se corrige al alza, por dos hechos que ocurren simultáneamente. Por un lado, explica que los dos últimos registros de la parte más bien ligada a bienes transables dan cuenta de sorpresas al alza, que obedecerían a la depreciación significativa del peso durante el segundo semestre del año pasado y que ahora está teniendo efectos rezagados en los precios. Indica que se ha supuesto que ello se traducirá en mayor inflación en los próximos meses; no obstante, debería converger a los niveles previos, dada la apreciación importante que está experimentando el tipo de cambio.

Por otra parte, señala que la porción no transable se está corrigiendo al alza de manera más persistente, en razón del mayor dinamismo del mercado laboral y otro probable de parte de los salarios.

Respecto de frutas y verduras, comenta que las condiciones climáticas han sido muy desfavorables, esperándose, por tanto, precios bastante más elevados durante el año, por sobre los promedios históricos.



El Consejero señor Sebastián Claro, refiriéndose a la lámina N° 59 de la presentación, consulta si el hecho de comparar los períodos 2011 – 2012 y 1999 – 2000 obedece a que este último fue particularmente seco. El señor Claudio Soto lo confirma y agrega que, en esta ocasión, los precios superan a los del episodio anterior, porque no solo la temporada actual está siendo afectada por las condiciones climáticas, sino que se espera que también lo sean las temporadas futuras.

El Presidente señor Rodrigo Vergara consulta si ello implica que el aumento que exhiben hoy las frutas y verduras, de 20% en doce meses, se mantendrá por unos meses más.

El señor Claudio Soto precisa que los niveles de precios podrían caer levemente en el mes de febrero y que a partir de entonces se mantendrían sin mayores variaciones.

A título de resumen, el señor Claudio Soto indica que la proyección de la parte del IPC alimentos total se corrige levemente al alza por el tema de las frutas y verduras, que compensa en parte la sorpresa a la baja de los últimos registros, asociada a la estabilidad de los precios internacionales de los alimentos no perecibles.

Destaca que los precios de la energía favorecerían la evolución de la inflación, debido a reducciones adicionales de las tarifas eléctricas que deberían materializarse alrededor de los meses de abril o mayo próximo.

Indica que con respecto al precio de la gasolina, se espera cierta estabilidad en términos interanuales, ya que si bien se han registrado alzas en los precios internacionales, la apreciación del tipo de cambio ha tendido a compensarlas.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta acerca de las razones que originarían la baja en el precio de la energía eléctrica en un año seco.

El señor Claudio Soto explica que ello obedece a que en los contratos que se suscribieron hace bastante tiempo, los índices que regularon los precios de transferencia entre generadoras y distribuidoras se asociaron no tanto al costo marginal, sino que a precios internacionales, como el IPP de Estados Unidos de América y a otros precios de esa naturaleza. Hace presente que ello determinó que los precios de estos contratos, que se encuentran vigentes a esta fecha, sean significativamente más bajos.

El Consejero señor Sebastián Claro pregunta si la mayor inflación de alimentos obedece exclusivamente al aumento del precio de frutas y verduras o también a algún efecto de los precios internacionales y a un incremento de los márgenes de comercialización.

El señor Claudio Soto responde que esta mayor inflación obedece únicamente al precio de frutas y verduras, porque los precios internacionales se han mantenido o, incluso, han caído levemente, y por su parte, el tipo de cambio se ha apreciado.

Asimismo, y respondiendo una consulta del Presidente señor Rodrigo Vergara, menciona que el precio de la carne no solo sorprendió a la baja, sino que se proyecta asimismo que no registrará variaciones en el corto plazo. Manifiesta que, aparentemente, se está dando un fenómeno de sustitución de fuentes de importación, por cuanto aquella proveniente de Paraguay, que generó problemas a fines del año pasado, ha sido sustituida



por carne de Estados Unidos de América. Además, indica que los últimos datos informados por ODEPA dan cuenta de bajas acotadas en los precios de los alimentos en el mes de febrero en curso.

El señor Claudio Soto indica que lo anterior lleva a que la proyección de inflación anual se corrija levemente al alza al mes de mayo próximo, desde 3,2 a 3,4%, aproximadamente. Al respecto, hace el alcance que esta proyección considera un tipo de cambio más apreciado que el contemplado en la Reunión pasada. Por lo tanto, si bien hay una contribución importante de la apreciación del tipo de cambio, otras fuentes de presión inflacionaria contribuyen en el margen a que la proyección se corrija levemente al alza.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón, señala que, de acuerdo con el informe que prepara la Gerencia de Mercados Nacionales, el mercado espera una inflación de 3,8% en doce meses para el mes de mayo próximo. Consulta, en consecuencia, si la menor inflación proyectada por la Gerencia de División Estudios obedece solo al efecto de las expectativas.

El señor Claudio Soto responde que la proyección del mercado para el mes de marzo supera en una décima la proyección interna, debido a que, al parecer, el mercado no ha considerado las disminuciones de las tarifas eléctricas esperadas para los meses de abril o mayo de este año.

Con respecto a las expectativas de inflación a mediano y largo plazo, el señor Claudio Soto destaca que han seguido estables. No obstante, se observa que el mercado comenzó a elevar sus expectativas de corto plazo, esto es, aquellas correspondientes al horizonte que comprende de enero a junio próximo. Sostiene que ello obedece a las mejores condiciones de mercado y a las noticias relativas a los precios de frutas y verduras, fundamentalmente. Agrega que a mediano y largo plazo, las compensaciones se mantienen más bien estables en torno a la meta.

En cuanto a los mercados financieros, menciona que las condiciones de riesgo han mejorado. De hecho, precisa que el índice internacional ha retrocedido de manera importante, asociado a la caída de los CDS internacionales y del VIX, y que el indicador local también se ha reducido, pero que se mantiene en niveles históricamente altos. Añade que al analizar en detalle algunos componentes de estos indicadores, se observa que las condiciones en el mercado monetario local se han normalizado, ya que tanto el *Spread prime-swap* como el *Spread on shore* han seguido disminuyendo en las últimas semanas.

En relación con las condiciones de financiamiento externo de los bancos, informa que si bien se advierte una cierta rebaja en el *spread*, dando cuenta de un relajamiento en las tensiones, se mantienen igualmente en niveles elevados.

A continuación, se refiere al gráfico que se contiene en la lámina N° 66, que exhibe la serie del *spread* de los bonos bancarios desde el año 2006 a la fecha, con el objeto de comparar su comportamiento actual con el registrado en el año 2008. Al respecto, destaca que en el bienio 2006 – 2007, estos eran mucho más bajos que los observados ahora; que aumentaron significativamente durante la crisis, pero luego se redujeron; y que a partir de entonces se han mantenido en niveles superiores a los históricos.

En opinión del Consejero señor Enrique Marshall, el alza del *spread* es moderada, razón por la cual no correspondería concluir tan simplemente que las condiciones financieras son estrechas. El señor Claudio Soto precisa que estas son más reducidas que en los meses previos.



El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, señalando que las tasas de colocación de créditos comerciales no registran variación, mientras que las de crédito de consumo han aumentado. Respecto de los *spreads* de los bonos corporativos, indica que retroceden marginalmente respecto de los clasificados en riesgo AAA, en tanto que para aquellos AA se mantiene, y que, en general, se encuentran por sobre lo observado en meses previos.

A continuación, el señor Claudio Soto destaca la importante apreciación del tipo de cambio durante la última semana y que se explica por el aumento del precio del cobre y la depreciación del dólar estadounidense.

Asimismo, resalta el aumento del índice bursátil desde la última RPM, de 5% aproximadamente, en línea con los de otras plazas de la región.

Indica que las tasas nominales, esto es, las tasas *Swap* y las correspondientes a los BCP, se corrigieron al alza después de publicados los datos de IMACEC, así como los de empleo de Estados Unidos de América.

En lo referente a las perspectivas para la trayectoria de la tasa de política monetaria (TPM) que se desprenden de los precios de los activos, informa que se han corregido marginalmente al alza. De hecho, precisa que la Encuesta de Expectativas Económicas anticipaba que llegaría a un mínimo de 4,25% anual en el presente ciclo, mientras que ahora se proyecta que alcanzará a 4,5% anual, algo por sobre lo esperado en el IPoM. Hace presente que la corrección más importante ocurre en los tramos mayores a un año, consistente con los aumentos de los *swap* a más de un año y de las tasas de los bonos.

Al concluir su presentación, el señor Claudio Soto informa que para esta Reunión, el mercado se inclina por una mantención de la TPM. Plantea que ello se desprende de la Encuesta a Operadores Financieros y de la Encuesta de Expectativas Económicas, en tanto que la Encuesta Bloomberg que considera un subgrupo de analistas, está más equilibrada entre la mantención de dicha tasa y una reducción de 25 puntos base.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto y, a continuación, ofrece la palabra para consultas o comentarios.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón alude a los problemas de liquidez registrados en el mes de diciembre de 2011, que, al parecer, no habrían afectado a las tasas de los créditos de consumo de corto plazo, pero sí al volumen de operaciones. Al respecto, solicita que se precise si su apreciación es correcta.

El señor Claudio Soto responde que los últimos datos de las tasas de colocación de créditos de consumo, tanto de aquellas entre 90 y 360 días como de las operaciones a más de un año, dan cuenta de un incremento, pero que los datos anteriores no reflejaron mayores variaciones. Agrega que las tasas informadas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras el día anterior, correspondientes a los meses de diciembre de 2011 y enero de 2012, reflejan un aumento en enero, pero que se desconoce si es genuino u obedece a un problema de error estadístico.



El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan señala que los *spreads* de las tasas de los créditos de consumo y comerciales no registran, aparentemente, cambios materiales. En su opinión, las variaciones que se advierten en las tasas de interés se relacionan más con los costos de captación de fondos. Hace presente que ello se observó con intensidad durante los años 2008 y 2009.

Al no haber consultas o comentarios adicionales, el Presidente señor Rodrigo Vergara suspende la presente Reunión para reanudarla a las 16 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Reunión de Política Monetaria N° 182, incorporándose a ella el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El Presidente señor Rodrigo Vergara informa al Ministro de Hacienda que en la Sesión Especial de Consejo, celebrada a las 10:30 horas del día de hoy, se acordó renovar la designación del señor Manuel Marfán Lewis en el cargo de Vicepresidente de esta Institución hasta el 18 de diciembre de 2013, ya que esta última fecha corresponde a la de término del período de su nombramiento en el cargo de Consejero. Agrega que al inicio de la presente Sesión de Política Monetaria, el Consejo dio la bienvenida al nuevo Consejero señor Joaquín Vial Ruiz-Tagle, por tratarse de la primera reunión de esta naturaleza en la que le corresponde participar por haber asumido recientemente sus funciones.

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín expresa sus felicitaciones al Vicepresidente señor Manuel Marfán y al nuevo Consejero señor Joaquín Vial y les desea el mayor éxito en el ejercicio de dichos cargos.

A continuación, el Presidente señor Rodrigo Vergara concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera para que presente a consideración del Consejo las Opciones de Política Monetaria que se han considerado para esta Reunión.

El señor Luis Óscar Herrera inicia su intervención, refiriéndose a los principales desarrollos acumulados desde la última Reunión de Política Monetaria.

En lo referente a la economía internacional, indica que en la Eurozona, las medidas monetarias, financieras y fiscales adoptadas han logrado aminorar las tensiones financieras, pero que continúa el deterioro en las perspectivas de crecimiento de la región; que fuera de esa zona, las condiciones financieras han mejorado en forma significativa; que el dólar se ha depreciado en los mercados internacionales; y que los precios de las materias primas, incluyendo el cobre, muestran un repunte en el último mes.

En cuanto a Estados Unidos de América, destaca que algunas cifras de empleo y del sector industrial han sorprendido al alza, pero que las proyecciones de crecimiento para el año 2012 se mantienen moderadas.

Por último, menciona que en China, los indicadores de actividad entregan señales mixtas, mientras que la inflación presenta un leve aumento.

Respecto de Chile, el señor Luis Óscar Herrera comenta que el producto y la demanda interna evolucionaron en el cuarto trimestre del año 2011 algo por encima de lo previsto en el último IPoM, mientras que las condiciones en el mercado laboral se mantienen estrechas.



En materia de inflación, hace presente que el registro del mes de enero pasado no mostró sorpresas; que los indicadores subyacentes mantuvieron un mayor ritmo de aumento, pero compensados por caídas en precios más volátiles; y que las expectativas de mercado se mantienen en torno a la meta.

Asimismo, consigna que las condiciones de financiamiento en el mercado monetario local y externo han mejorado desde la última RPM, que los valores bursátiles han incrementado su precio, y que tanto los tipos de cambio nominal y real se han apreciado en este período.

A título de último antecedente relevante desde la Reunión pasada, informa que las encuestas y precios financieros continúan anticipando un relajamiento gradual de la política monetaria en Chile en los próximos meses, y que la mayoría de los analistas y operadores espera la mantención de la TPM en esta Reunión.

El Gerente de División Estudios señala que estos antecedentes llevan a proponer como opciones relevantes para esta Reunión la mantención de la TPM en 5,00% anual o un recorte de la tasa en 25 puntos base, hasta 4,75% anual, y plantea que la recomendación en esta oportunidad es por la primera opción, en razón de los siguientes fundamentos.

En primer término, indica que el IPoM de diciembre 2011 contempla un escenario externo caracterizado por un bajo crecimiento en las economías avanzadas, mantención de las tensiones financieras en los mercados internacionales y términos de intercambio inferiores a los observados en el año pasado. Advierte que este deterioro de las condiciones externas llevaría a reducir el dinamismo de la economía chilena durante el presente año. Además, plantea que los riesgos para el crecimiento del mundo y de la economía chilena están sesgados a la baja. En este contexto, recuerda que en el citado IPoM se evaluó que se requeriría una política monetaria algo más expansiva para lograr que la inflación se sitúe en torno a 3% anual en el horizonte relevante.

En segundo lugar, menciona que las cifras recientes de actividad y empleo en la economía internacional no han modificado significativamente el panorama de crecimiento global contemplado en dicho IPoM. Al respecto, especifica que la evolución de Estados Unidos de América ha sido algo más positiva, pero compensada por un peor desempeño de Europa y Japón. En contraste, comenta que desde la publicación del IPoM se observa una mejora relevante en las condiciones de los términos de intercambio y financiamiento internacional de la economía chilena, pero que existen dudas importantes respecto de la sustentabilidad de la misma, por cuanto los balances de los bancos y gobiernos en la Eurozona continúan siendo frágiles; los programas de ajuste fiscal y de fortalecimiento financiero aún presentan dificultades importantes en su implementación; y su ejecución continuará castigando el crecimiento de la región y la economía mundial.

En este contexto, señala que no se puede descartar que se produzcan cambios abruptos en las expectativas de los inversionistas, nuevas turbulencias en los mercados financieros y volatilidad en los mercados de materias primas.

El señor Luis Óscar Herrera hace presente que en Chile, los indicadores de actividad y gasto han mostrado una desaceleración gradual, aunque más lenta que lo esperado, y que ello obedece, en lo principal, a una convergencia normal hacia tasas de tendencia. Al respecto, indica que el escenario base del IPoM de diciembre de 2011



contempla que esta desaceleración continuará profundizándose en los próximos meses, como consecuencia de la situación externa. No obstante, informa que la evidencia al respecto es tenue hasta esta fecha.

Agrega que aunque menor que hace algunos meses, se mantiene un elevado dinamismo del consumo, la inversión y la creación de empleo. Asimismo, consigna que las expectativas empresariales han repuntado y que las condiciones de financiamiento en el mercado monetario local e internacional han tendido a normalizarse en las últimas semanas.

En materia inflacionaria, plantea que su evolución en enero de 2012 se ajustó a las proyecciones internas y de mercado. En cuanto a la inflación subyacente, destaca un ritmo algo mayor de aumento, lo que puede reflejar una normalización del cierre de las brechas o, alternativamente, que el grado de uso de la capacidad en la economía, incluyendo un mercado laboral ajustado, podría ser más intenso que lo contemplado en el IPoM de diciembre, así como márgenes de comercialización también más comprimidos.

En su opinión, la reciente profundización en la caída de la tasa de desempleo y la rápida normalización de la inflación subyacente podrían dirigirse en este sentido, razón por la cual constituye un factor a seguir evaluando en los próximos meses. En todo caso, hace presente que las proyecciones del citado IPoM indican que las condiciones de uso de la capacidad instalada y empleo no continuarán estrechándose. Añade que las distintas medidas de expectativas de inflación se mantienen estables en torno a la meta.

El Gerente de División Estudios consigna que el escenario delineado en el IPoM consideraba una política monetaria algo más expansiva, con una trayectoria para la TPM que, en el corto plazo, era comparable con lo que se desprendía de las diversas encuestas de expectativas. Manifiesta que el mencionado escenario contemplaba ajustes graduales en la tasa de política monetaria. A su juicio, las dos opciones planteadas para esta RPM son coherentes con esta estrategia.

Con respecto a la opción de rebajar la tasa en 25pb, plantea que se podría justificar como una acción preventiva ante el deterioro esperado del escenario externo. Manifiesta que dado que la política monetaria actúa con rezagos relevantes sobre la demanda y la inflación, se debe actuar en función de la evolución esperada de estas variables, con información necesariamente incompleta. En su opinión, una reducción en la TPM en esta ocasión permitiría anticiparse a los efectos de un eventual deterioro mayor en el escenario externo sobre el crecimiento y la inflación de tendencia en Chile. Sin embargo, indica que esta decisión presenta riesgos, considerando que aún es incierta la intensidad del impacto de la situación externa respecto de la economía chilena, así como la evaluación sobre la posición cíclica de la economía y las presiones inflacionarias subyacentes.

Añade que la opción de mantener la tasa de política monetaria en esta Reunión tendría la ventaja de acumular más información en cuanto a la evolución de la situación externa, así como respecto de la intensidad de sus efectos en la economía chilena y el estado de las presiones inflacionarias subyacentes. En su opinión, esta alternativa tiene la ventaja de minimizar la probabilidad de una reversión en el curso de la política monetaria más adelante, pero tiene el riesgo de requerir ajustes más pronunciados en el futuro.

En lo referente al primer punto, señala que el reciente mejoramiento en los términos de intercambio y en las condiciones de financiamiento externo plantean un escenario internacional que, al menos en el corto plazo, es algo más favorable para la economía chilena, no obstante las dudas antes planteadas respecto de su sustentabilidad.



Por otra parte, comenta que la evidencia respecto de los efectos de la situación internacional sobre la economía chilena aún es débil, por lo que corresponde a un aspecto a seguir evaluando en los próximos meses, tanto en sus dimensiones financieras como reales.

Al concluir su presentación, el Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera hace presente que este conjunto de consideraciones llevan a proponer la mantención de la tasa de política monetaria; y en lo referente a las consideraciones tácticas, que la opción recomendada en esta oportunidad, esto es, mantener la TPM en 5% anual, coincide con la expectativa mayoritaria reflejada en las encuestas.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la presentación del Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera y ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan señala que las condiciones financieras, en particular en la Zona Euro, han mejorado en las últimas semanas, debido, en buena medida, a la realización del LTRO por parte del Banco Central Europeo y a la anticipación de la siguiente operación en las próximas semanas. Indica que con ello, se ha abordado en lo más inmediato una de las preocupaciones relativas al sistema bancario de esa Zona, consistente en sus necesidades de financiamiento. Agrega que coincide con ello una incipiente apertura de los mercados de bonos en la Eurozona, con emisiones de dichos títulos por parte de bancos de los países que forman parte de ella.

El señor Kevin Cowan hace presente que el LTRO ha coincidido con una baja en las tasas de los bonos soberanos de la Zona Euro. Plantea que si bien es complejo dilucidar sus causas, parece ser una combinación de mayor demanda por parte de los bancos, menores pasivos fiscales contingentes y la lectura que se hace en términos globales de la disposición del Banco Central Europeo de apoyar al sistema financiero de esa región.

No obstante este desarrollo positivo, advierte que persisten serios problemas fiscales, financieros y de equilibrios macroeconómicos en la Eurozona. Al respecto, especifica que los bancos enfrentan un deterioro de su cartera como consecuencia del alto desempleo y bajo crecimiento y que, por otra parte, el European Banking Authority ha requerido un aumento de capital a los mayores bancos del sistema. Además, menciona que persisten las presiones de financiamiento en dólares generadas por algunos bancos importantes. Hace notar que lo anterior se ha traducido, y tiene la posibilidad de seguir haciéndolo, en condiciones crediticias más contractivas, afectando especialmente a las pequeñas y medianas empresas y, eventualmente, el comercio exterior de algunos países.

Por otra parte, indica que Grecia, incluso con un involucramiento de reducción de deuda privada, enfrenta niveles elevados de endeudamiento, y todo ello en un contexto de descontento social, bajo crecimiento y retiros importantes de depósitos bancarios. Dado lo anterior, recalca que se mantiene como escenario posible un *default* desordenado de esa economía y, eventualmente, un escenario de riesgo que implique su exclusión de la Zona Euro.

Con todo, señala que este panorama es consistente con el deterioro observado y materializado en la actividad de la Eurozona, y que no se desvía esencialmente del escenario base contemplado en los últimos IPoM e IEF.



En cuanto a Asia, plantea que está por verse la capacidad de las autoridades de dichos países, en particular de China, de efectuar las correspondientes compensaciones frente a una reducción en la demanda de sus exportaciones, en el contexto de un sistema bancario más debilitado que en la recesión global anterior y una carga de deuda pública total mayor.

En relación con el escenario interno, el señor Kevin Cowan destaca que muestra un notable grado de desacople respecto a dicho escenario externo. Sobre el particular, precisa que si bien las importaciones mantienen el nivel de los últimos meses, las ventas del comercio se aceleraron hacia fines del año pasado, persistiendo un alto dinamismo tanto en el sector durable como no durable, lo que es consistente con la evolución de las expectativas privadas y las percepciones de demanda de crédito estimadas por el sistema bancario. Por otra parte, subraya la revisión significativa de las estimaciones internas de crecimiento del sector construcción.

Agrega que, en términos generales, las condiciones en los mercados financieros locales se han normalizado, ya que los *spreads* entre las tasas *swap* promedio de cámara y captación y, a su vez, entre captación y colocación, son similares a los observados a mediados del año 2011. Manifiesta que la principal excepción a esta situación de normalidad corresponde a los *spreads* de los retornos de los bonos, tanto bancarios como corporativos, respecto de los títulos públicos, que se mantienen relativamente altos. Sin embargo, indica que las tasas totales están a niveles que son relativamente bajos en relación con los últimos años.

Conforme a lo anterior, el Gerente de División Política Financiera sugiere mantener la tasa de interés en 5% anual en esta oportunidad.

En su opinión, la principal ventaja de una pausa es la de dimensionar con mayor precisión el impacto que la situación macro y financiera externa está teniendo sobre la economía chilena de manera directa, a través del deterioro de expectativas o mediante comportamientos “precautorios” de agentes locales. Señala que con ello, y tal como se consigna en la Minuta de Opciones, se reduce la probabilidad de una reversión en el curso futuro de la política monetaria, quedando abierta la opción de una reducción más agresiva de materializarse un escenario más restrictivo en el entorno local.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece los comentarios del Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan y a continuación concede la palabra al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El señor Felipe Larraín inicia su exposición, señalando que el escenario económico del último mes se ha caracterizado por una menor volatilidad en los mercados, aunque continúa la incertidumbre respecto de la situación en Europa.

A nivel interno, indica que la actividad y el empleo mostraron sorpresas positivas, mientras que la inflación registró una desaceleración.

En cuanto al ámbito externo, destaca la recesión económica de Europa. Sobre el particular, precisa que las tensiones financieras continúan, aunque se siguen moderando respecto de los meses anteriores, medido, por ejemplo, por los CDS a 5 años; que en Grecia, que recientemente logró un acuerdo para avanzar en la consolidación fiscal, los CDS siguen en niveles récord, aunque en los últimos meses han ido descendiendo, tras haber alcanzado niveles superiores a los 10.000 puntos; y que en las economías del centro de Europa, los



CDS siguen elevados, pero que se han observado descensos importantes respecto de los niveles máximos alcanzados hace unos meses atrás, como es el caso de Italia, Francia y Alemania, donde se observa una caída de 193, 66 y 34 puntos base, respectivamente, desde sus *peaks* correspondientes.

En términos de actividad, comenta que la proyección de enero pasado de Consensus Forecasts apunta a una contracción de 0,3% en el año 2012 para la Zona Euro. Por otra parte, informa que los datos sectoriales muestran que en esa Zona se profundiza la recesión. En este sentido, precisa que las ventas minoristas de diciembre de 2011 disminuyeron en el porcentaje de 0,4% mensual y desestacionalizado, y que decrecieron 1,6% en términos interanuales, y que a ello se suma que la producción industrial del mismo mes se redujo en 2% interanual y 1,1% respecto del mes anterior en términos desestacionalizados. Hace notar que ello se debe a que las economías más importantes de Europa ya muestran los efectos de la crisis. De hecho, indica que en Alemania, Francia e Italia, la producción industrial decreció 0,7%; 2,2%; y, 1,7% en diciembre a doce meses, respectivamente, dando cuenta de signos cada vez más evidentes de recesión en la Zona Euro.

En contraste, hace presente que la economía de Estados Unidos de América sigue mostrando señales de mejora. Al respecto, señala que en el mes de enero pasado se crearon 243.000 empleos respecto de diciembre último, superior a los 203.000 del mes previo. Por su parte, menciona que la tasa de desempleo bajó a 8,3%, desde 8,5% registrado el mes previo, y que a diferencia de meses anteriores, en que parte de la baja se explicaba por una disminución de la fuerza laboral, en el mes de enero se debió a un aumento del empleo que compensó el incremento de la fuerza de trabajo.

Asimismo, plantea que en el sector industrial, el PMI manufacturero subió a 54,1 puntos en el último mes de enero, desde los 53,1 de diciembre, alejándose así del umbral de los 50 puntos. En resumen, indica que las cifras revelan una economía que si bien crece a ritmo lento, está lejos de una recesión.

Con respecto a China, manifiesta que hay incertidumbre sobre los efectos de la crisis europea y la disminución de la demanda global sobre el sector exportador. Indica que el crecimiento de las exportaciones en el mes de enero fue de -0,5% interanual, tras el 13,4% de diciembre, aunque en este resultado influyeron las festividades asociadas al Año Nuevo Lunar, que este año correspondieron al mes de enero, a diferencia del anterior, en que fueron en febrero. Agrega que las importaciones disminuyeron un 15,3% en doce meses, tras el aumento de 11,8% en el mes previo, y que si bien en ello influyeron las festividades antedichas, también podría estar evidenciando signos de debilidad de la demanda doméstica.

Por otra parte, comenta que, inesperadamente, la inflación del mes de enero último escaló a 4,5% en doce meses, tras el 4,1% del mes anterior, debido a las festividades referidas, por lo que no debiera comprometer la tendencia a la baja de esta variable.

En consecuencia, plantea que el elemento de mayor riesgo para la economía mundial se concentra en la Zona Euro, situación similar a la que se enfrentó en la última RPM, y que hay algún grado de mayor calma en los mercados y menores tensiones financieras, pero una profundización de la recesión en Europa, que se ha ido materializando.

En cuanto al escenario interno, el Ministro de Hacienda destaca que la actividad económica mostró un alza sorpresiva en el citado mes de diciembre, en donde el IMACEC creció 5,3%, tras el 4% de noviembre, con lo que el crecimiento promedio preliminar para el año 2011 habría alcanzado a 6,3%.



Con todo, advierte que el mercado espera que continúe el proceso de desaceleración que se observó durante el segundo semestre de 2011, como lo muestra la Encuesta de Expectativas Económicas del mes de febrero en curso, que arrojó una tasa de crecimiento del IMACEC de 4,4% para enero último.

Asimismo, hace presente que el consumo sigue creciendo a tasas robustas, en línea con la mayor creación de empleo y condiciones más estrechas en el mercado laboral, y que los datos de ventas del comercio minorista del mes de diciembre último mostraron una tasa de crecimiento de 10,1%, acelerándose respecto al 8,5% del mes de noviembre.

Por su parte, destaca que, de acuerdo con las últimas cifras, el empleo registró un mayor dinamismo y creció a una tasa interanual de 2,9% en el trimestre octubre – diciembre, reflejando una aceleración respecto del 2,7% del trimestre móvil inmediatamente anterior. Agrega que la tasa de desempleo cayó a 6,6%, desde un 7,1% registrado el trimestre móvil anterior. Al respecto, plantea que aunque en los resultados influyeron factores estacionales, el mercado laboral muestra en el margen signos de mayor estrechez.

En este contexto, señala que la inflación registró una leve moderación en el mes de enero, llegando a 4,2% en doce meses, tras el 4,4% del mes anterior. Indica que aunque en la inflación persisten efectos estacionales, como las alzas en el servicio de transporte de buses interurbanos con motivo de las vacaciones de verano, otros elementos que han generado presiones inflacionarias en los últimos meses se han ido diluyendo, como es el caso de la carne de vacuno en la medida que el comercio ha ido diversificando sus proveedores. Añade que pese a que la inflación aún se encuentra sobre el rango de tolerancia del Banco Central de Chile, las expectativas de inflación para el año 2012 se mantienen acotadas en torno al centro del rango meta. En efecto, precisa que según la Encuesta de Expectativas Económicas a cargo de esta Institución, correspondiente al mes de febrero, la inflación de 2012 se ubicaría en 3,1% anual. Por otra parte, acota que las compensaciones inflacionarias a dos años se ubican en niveles de 2,92%.

En este escenario, señala que el Ministerio de Hacienda estima probable que las presiones inflacionarias sigan disminuyendo en los próximos meses, considerando que parte importante de los aumentos observados en el cuarto trimestre del año 2011 son atribuibles a factores puntuales, y que existen algunas dudas respecto de las posibles presiones de costos y los consiguientes efectos que podrían provocar en la inflación los recientes signos de estrechez que se han observado en el mercado laboral. Resalta que además del dinamismo del empleo, un consumo sostenido ha marcado las últimas cifras económicas. Con todo, indica que pese a la sorpresa positiva registrada en el mes de diciembre, los efectos de la crisis externa han afectado la actividad económica, situación que se espera continúe en el corto plazo.

En suma, manifiesta que, en opinión del Ministerio de Hacienda, debe continuar el proceso de reducción de la TPM, aunque estima que en esta Reunión resulta razonable efectuar una pausa.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la intervención del Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín y, a continuación, se procede a la votación, para lo cual concede la palabra al Consejero señor Joaquín Vial.

El Consejero señor Joaquín Vial señala que del conjunto de antecedentes que proporcionó el *staff* en esta Sesión y de las opciones planteadas precedentemente, le parece importante destacar algunos puntos.



En primer término, indica que si bien persisten riesgos elevados de un fuerte *shock* adverso en la economía global, asociados a “accidentes” en la evolución de los problemas de deuda soberana en Europa y el saneamiento de los sistemas financieros de países desarrollados, los datos más recientes apuntan a mejores expectativas de desempeño en la economía global, especialmente en Estados Unidos de América, al menos en el corto plazo.

En segundo lugar, menciona que una mayor disposición a proporcionar liquidez para facilitar el ajuste en los sistemas financieros europeos parece ser también un elemento determinante en este cambio en los estados de ánimo.

En lo referente a la economía local, destaca que el ritmo de crecimiento de la demanda interna y la actividad convergen desde tasas muy elevadas a otras consistentes con el crecimiento del PIB tendencial. Sin embargo, expresa que son tres los elementos que le generan preocupación. Indica que el primero de ellos se refiere a que prácticamente todos los cambios en las previsiones de los analistas para esta Reunión de Política Monetaria son al alza, tanto en actividad, demanda interna, como en materia de inflación efectiva y subyacente. Agrega que el segundo elemento dice relación con que la desaceleración esperada en la demanda interna descansa principalmente en un supuesto de reducción de inventarios, que es el componente menos predecible, y en una oportunidad en que ellos son relativamente bajos, al menos respecto de los últimos años. Por último, indica que el punto de partida en que se sustenta esta proyección es de un déficit estructural de la cuenta corriente del orden de 6% del PIB, que fue el estimado en el último IPoM. A su juicio, en la medida en que la demanda interna no se desacelere más rápido que el PIB, este déficit debería seguir aumentando en el margen, lo cual constituye una vulnerabilidad que corresponde considerar.

El Consejero señor Joaquín Vial agrega que hasta ahora se pensaba que la preocupación por el entorno externo iba a moderar las expectativas y el gasto privado, lo que daba espacios para bajar las tasas de interés. Sin embargo, indica que del análisis precedente se desprende que la probabilidad de que ello ocurra ha disminuido, razón por la cual concuerda con la propuesta del *staff* de mantener la TPM en 5% anual.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la intervención del Consejero señor Joaquín Vial y, a continuación, concede la palabra al Consejero señor Sebastián Claro.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que en las últimas semanas, los datos de actividad y empleo han dado cuenta de cierta estabilización, tanto en las economías desarrolladas como de aquellas en desarrollo. Al respecto, precisa que existen datos mixtos, ya que en Estados Unidos de América, los datos de empleo han sido mejores; en Europa, se consolida un escenario de una recesión hasta ahora acotada; y en China, las cifras han dado cuenta de una desaceleración similar a la esperada, con cifras de crecimiento todavía bastante positivas.

Hace presente que los mercados financieros han recogido esta situación de estabilidad y que nuevamente la preferencia por riesgo ha aumentado de manera generalizada y en un período relativamente prolongado en las últimas semanas, lo que constituye su interpretación sobre la evolución de las bolsas, los tipos de cambio y otros activos financieros en las distintas regiones.



En su opinión, ello no necesariamente debe ser interpretado en orden a que los problemas en Europa están solucionados; por el contrario, quedan cada vez más en evidencia las dificultades de los países de la periferia para ajustar sus economías, por lo que enfatiza que el panorama para ellas es muy grave. Sin embargo, indica que, por ahora, las cifras en los mercados financieros parecerían estar dando cuenta de que estos problemas lograrían quedar acotados en países de menor impacto agregado y que las autoridades europeas habrían logrado promover acciones para mitigar o limitar el contagio hacia las economías problemáticas, pero de mayor envergadura, como España e Italia.

Señala que es probable que la abundante provisión de liquidez a tres años por parte del Banco Central Europeo haya contribuido significativamente a esta calma. En todo caso, estima que esta situación debe ser seguida con extremada cautela, toda vez que, a diferente escala, los problemas estructurales y de endeudamiento de los países más grandes de la periferia europea y sus sistemas bancarios son importantes. En este punto, manifiesta compartir el análisis efectuado precedentemente por el Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan respecto de la situación del sistema financiero y bancario en Europa. Por ello, considera que no se puede descartar que esta mayor tranquilidad que recogen los datos en los precios financieros pueda ser interrumpida más adelante.

Destaca que en línea con estas noticias de mayor tranquilidad, los precios de los *commodities* se han mantenido elevados y que en algunos casos se han incrementado.

Agrega que el panorama externo ha consolidado su debilidad, pero que no ha seguido deteriorándose, lo que está, en general, de acuerdo con las expectativas contempladas en el IPoM respecto de la debilidad externa, en el sentido de que se iba a mantener un escenario de crecimiento bajo en algunos países, en particular en Europa con recesión, aunque los datos, en ese caso, han sido un algo más negativos que lo esperado, con alta volatilidad en los mercados financieros, pero sin la materialización de eventos extremos.

En el ámbito interno, menciona que la actividad, y especialmente la demanda interna, continúan mostrando cierto dinamismo. En este sentido, precisa que la tasa de desempleo ha sorprendido a la baja y que los salarios continúan incrementándose, aunque la masa salarial medida en términos reales ha disminuido su crecimiento y se expande a tasas del orden de 5%, coherente con el panorama económico en general.

Por otra parte, comenta que las condiciones de crédito, aunque se han estrechado algo respecto de las vigentes hace algunos trimestres, dan cuenta de una situación de relativa normalidad. Asimismo, señala que después de la sorpresa de inflación en el mes de diciembre pasado, la última cifra estuvo en línea con lo esperado y que, en general, los registros subyacentes dan cuenta de una normalización en la dinámica inflacionaria.

El Consejero señor Sebastián Claro recalca que en este escenario continúa siendo válida la proyección de desaceleración de la inflación hacia cifras cercanas al 3% a fines de año. Estima que, en términos amplios, esa perspectiva también es coherente con lo que muestran las distintas expectativas privadas o precios de mercado respecto de la trayectoria de la inflación.

En todo caso, expresa que, a su juicio, sigue siendo válido lo mencionado en anteriores Reuniones de Política Monetaria y lo que los datos han corroborado en cierta medida, esto es, que la volatilidad de algunos componentes del IPC, así como la del tipo de cambio, podrían afectar la trayectoria de la inflación en el corto plazo, en distintas direcciones.



En su opinión, el panorama recoge, en general, lo planteado en el IPoM del mes de diciembre pasado, con algunas diferencias que justifican en esta ocasión mantener la TPM. Plantea que, aun cuando las turbulencias externas continúan vigentes, más allá de las últimas cifras y los riesgos de escenarios muy negativos, el panorama internacional no ha seguido deteriorándose; los precios de los activos dan cuenta de un sutil cambio de escenario, más favorable hacia los países en desarrollo, lo que en todo caso se debe seguir evaluando, pero que por ahora tales cifras sugieren cierta tendencia en esa dirección, y por lo demás así lo sugieren las correspondientes a costos y a financiamiento externo para la banca doméstica.

En cuanto al ámbito interno, hace presente que las cifras reales dan cuenta del impacto del deterioro externo de manera acotada y que las restricciones financieras que pudieron observarse hacia fines del año pasado han tendido a disminuir.

Con todo, considera que se dan las condiciones que favorecen una mantención de la TPM en una zona de normalidad y por esta razón, su voto es por mantenerla en el nivel actual. A su juicio, es la decisión más prudente y deja mayor espacios hacia adelante. Por último, indica que no se pueden descartar bajas futuras de la tasa rectora, aunque las condiciones actuales no permiten observar con claridad su oportunidad y la magnitud de ellas.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece al Consejero señor Sebastián Claro y, prosiguiendo con la votación, concede la palabra al Consejero señor Enrique Marshall.

El Consejero señor Enrique Marshall inicia su intervención agradeciendo al *staff* por el apoyo proporcionado para esta Reunión.

Plantea que en el último mes, las noticias del exterior han tenido un sello más auspicioso que en meses anteriores, pero que ello no configura un cambio sustancial del escenario mundial, porque los problemas estructurales que afectan a las economías avanzadas siguen presentes. Agrega que los mercados financieros se han movido al alza, dando cuenta de un mayor apetito por riesgo y que junto con ello, las monedas se han apreciado frente al dólar y las materias primas han vuelto a subir. En su opinión, son todos movimientos que responden a esta mejora en las percepciones de mercado.

Por su parte, menciona que las cifras de actividad siguen mostrando matices entre regiones, aunque el crecimiento global permanece en niveles bajos. En este sentido, precisa que las perspectivas para Europa se han tornado más negativas, pero que ello se ve compensado con cifras algo más alentadoras para Estados Unidos de América, en tanto que las economías emergentes, con variantes, han continuado exhibiendo desaceleración o normalización en su ritmo de crecimiento.

Con todo, destaca que los riesgos para el escenario mundial identificados en el último IPoM permanecen plenamente vigentes y que requieren de un atento seguimiento.

En el frente interno, indica que la actividad mantiene una desaceleración gradual; que los efectos del deterioro mundial se muestran acotados; y, que el último IMACEC sorprendió positivamente al alza. Sostiene que ello, unido a otros factores, ha llevado a los analistas privados a efectuar una leve corrección al alza en sus proyecciones de crecimiento para este año. Añade que esta sorpresa en materia de actividad coincidió además con un registro de desempleo históricamente bajo.



El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que el comportamiento de la actividad, como ha sido la tónica en el último tiempo, se explica principalmente por el impulso de la demanda interna. Al respecto, comenta que si bien esta última ha moderado su ritmo de expansión, mantiene cierto dinamismo, lo que es coherente con la observada por el empleo asalariado, las remuneraciones y el crédito. Incluso, consigna que las expectativas de los consumidores, que habían tenido un comportamiento disonante hasta ahora, han mostrado recientemente un repunte. Con todo, plantea que las perspectivas siguen apuntando a una desaceleración de la demanda interna hacia adelante.

Hace presente, además, que el sistema financiero ha seguido operando con bastante normalidad y que las tensiones que se observaron a fines del año pasado han quedado atrás.

En materia de inflación, señala que a diferencia de lo ocurrido en el mes de diciembre último, el registro de enero estuvo en línea con lo esperado, lo que ha reafirmado, en lo fundamental, el diagnóstico de meses anteriores. Sin embargo, estima que la trayectoria inflacionaria de corto plazo requiere ser seguida con atención. A su juicio, es particularmente importante el monitoreo de la inflación subyacente y de los potenciales efectos de la sequía y de la apreciación del peso. En todo caso, manifiesta que el diagnóstico de mediano plazo no ha cambiado y que la inflación aparece convergiendo a la meta, inducida principalmente por la desaceleración de la demanda y la actividad.

Agrega que el mercado, coherente con este diagnóstico, ha ajustado sus proyecciones de inflación para el corto plazo, pero que mantiene sus expectativas de mediano plazo en torno a la meta.

En cuanto a la Tasa de Política Monetaria, menciona que el mercado sigue anticipando futuros recortes acotados, pero que supone un retorno a niveles similares a los actuales con mayor prontitud que hace unos meses. Agrega que, en todo caso, para esta Reunión se espera una pausa.

Sobre las opciones, coincide con la minuta de la Gerencia de División Estudios en que las alternativas razonables o plausibles son mantener la tasa o bajarla en 25 puntos base. Sin embargo, a diferencia de la última Reunión, destaca que el predominio de una de ellas, específicamente la primera, es bastante claro en esta oportunidad.

En opinión del Consejero señor Enrique Marshall, la opción de un recorte se podría sustentar principalmente en el argumento de que más allá de lo observado hasta ahora, la desaceleración interna se intensificará en los próximos meses, lo que haría aconsejable proceder a efectuar los ajustes requeridos cuanto antes.

Sin embargo, estima que lo más recomendable es no innovar en esta oportunidad por las siguientes razones. En primer término, el escenario externo sigue mostrando fluidez, lo que exige cierta prudencia en la toma de decisiones. En segundo lugar, la actividad interna se desacelera con gradualidad en un contexto de muy bajo desempleo. En tercer término, la TPM se encuentra en un nivel que debe ser considerado como normal, de manera que no existe apuro para proceder a una nueva baja; y, por último, con el aumento de la inflación, el nivel de la tasa de interés real ha tenido una reducción algo mayor que la esperada, por lo menos en el corto plazo.



El Consejero señor Enrique Marshall considera que la decisión de mantener la TPM resulta ser coherente con las señales entregadas en meses anteriores, que apuntan a un proceso de ajuste gradual y pausado. Indica que ello aparece bien internalizado por el propio mercado, que espera mayoritariamente una mantención de dicha Tasa en esta Reunión. En su opinión, una decisión distinta sorprendería al mercado o, por lo menos, a la mayoría de este, no existiendo razones fundadas para hacerlo.

En suma, el Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que en su opinión los argumentos en favor de la opción de mantener dicha Tasa son bastante decisivos y que, en consecuencia, vota por no innovar y, por ende, dejar la TPM en su actual nivel de 5,0% anual.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece al Consejero señor Enrique Marshall y, a continuación, concede la palabra al Vicepresidente señor Manuel Marfán.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán inicia su intervención agradeciendo el análisis del *staff* e indica que hace suyo el listado de antecedentes nuevos respecto de la Reunión anterior, contenidos al inicio de la Minuta de Opciones.

Asimismo destaca las opiniones formuladas por el Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan, razón por la cual solicita que se incluyan en la minuta de la presente Reunión.

Además de la información señalada, considera que la evaluación respecto de la economía internacional es que los riesgos siguen siendo elevados. En este sentido, precisa que en el caso de Europa, las clasificadoras de riesgo han continuado revisando las economías de la Zona Euro y que lejos de mostrar mayor optimismo, se han añadido nuevos *downgrades* y *outlooks* negativos más allá de la situación de Grecia, que, por lo demás, sigue expectante. De hecho, recalca que solo el día anterior a esta Reunión, Moody's rebajó la clasificación de trece economías europeas.

Agrega que en el caso de Estados Unidos de América, a pesar de que existen indicadores parciales favorables, llama la atención que el discurso de las autoridades de la Reserva Federal siga siendo muy pesimista y que, en consecuencia, no estén visualizando que las señales recientes constituyan un adelanto de una recuperación vigorosa.

Respecto de la economía nacional, indica que también le llama la atención que mientras en el resto del mundo se va consolidando un escenario de menor crecimiento, en la economía chilena, el cierre de brechas que estaba contemplado en el último IPoM ha ido más lento que lo esperado, mientras que, por otro lado, se mantienen latentes las presiones en el mercado laboral, que sigue estrecho.

En particular, destaca el dinamismo de la construcción y el comercio, dos sectores que son sensibles a la demanda interna y que, por lo demás, es el ámbito donde la política monetaria resulta más eficaz.

Por otro lado, plantea que las presiones de oferta aparecen como mixtas y con efectos que se dispararían antes del horizonte de proyección. A título ejemplar, comenta que los precios de los alimentos son más elevados, pero que lo son especialmente respecto de los cultivos anuales y que, por lo tanto, en la próxima cosecha deberían normalizarse. Por otra parte, hace presente que se avizoran en el corto plazo caídas en el precio de la energía superiores a las previstas en la proyección del IPoM, tendiendo a compensarse las unas con las otras.



A su juicio, lo que resta son presiones por el lado de la demanda, que no han amainado la velocidad prevista.

En este contexto, el Vicepresidente señor Manuel Marfán estima que lo más prudente es mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual, por lo que su voto refleja ese planteamiento.

El Presidente señor Rodrigo Vergara agradece la intervención del Vicepresidente señor Manuel Marfán.

El Presidente señor Rodrigo Vergara inicia su intervención agradeciendo al *staff* por el excelente análisis expuesto precedentemente.

Hace presente que desde la última Reunión de Política Monetaria, las tensiones financieras globales han disminuido, percibiéndose en el margen un panorama algo menos negativo para la economía mundial. Indica que el cambio de percepción está ligado, en parte, a la implementación de las operaciones LTRO por parte del Banco Central Europeo, lo que implicó una gran inyección de liquidez al mercado en la Zona Euro. Por otra parte, menciona que ha habido mejores indicadores de actividad y empleo en Estados Unidos de América; que en China, las señales son mixtas, pero que por ahora nada indica la presencia de una desaceleración brusca de su economía. Agrega que los precios de las materias primas han subido, destacando en particular el alza en el precio del cobre.

Aún así, manifiesta que la situación global sigue siendo compleja, a la vez que los riesgos persisten. Al respecto, comenta que la situación de Europa no está en absoluto resuelta y que se mantiene la probabilidad de que se intensifique y termine afectando más fuertemente a Estados Unidos de América y China, y que, de esa manera, se propague a otras regiones del mundo.

Con respecto a Chile, señala que el IMACEC de diciembre sorprendió al alza, con lo que en el cuarto trimestre de 2011 la actividad y la demanda terminaron algo por encima de lo previsto en el IPoM pasado. Plantea que se observa así una desaceleración durante los últimos trimestres que hasta esta fecha ha estado más relacionada con una normalización en las tasas de crecimiento que con los efectos de la crisis externa. En su opinión, ello no obsta para que en lo futuro los efectos de un escenario externo con mayor deterioro tengan un impacto más pronunciado sobre la economía local.

Asimismo, menciona que la inflación del mes de enero pasado estuvo en línea o marginalmente más baja que lo esperado, mientras que las mediciones subyacentes en doce meses están alrededor de la meta del Banco Central de Chile. Agrega que las expectativas a doce y veinticuatro meses se mantienen en 3% anual.

Indica, además, que el crédito evoluciona normalmente, no observándose señales de desaceleración. Por último, plantea que las condiciones del mercado monetario son consistentes con la TPM y sus expectativas.

En estas circunstancias, señala que las opciones presentadas a consideración del Consejo son las más razonables. A su juicio, mantener la tasa es más consistente con una demanda y actividad que se han desacelerado menos que lo previsto, lo que también permite acumular mayor información sobre la evolución de la economía internacional y, luego de la baja de la TPM efectuada en el mes de enero pasado, parece adecuado darse una pausa para agregar más información sobre la evolución de variables clave y, en particular, sobre los efectos de la crisis de la Eurozona sobre la economía chilena.



Subraya que especial importancia reviste la evolución de la inflación en un escenario con un mercado laboral estrecho y con presiones puntuales sobre ciertos precios. Además, indica que esta opción sigue siendo coherente con el mensaje contenido en el último IPoM en cuanto a que se mencionó en dicho Informe que habría, de manera gradual, una política monetaria algo más expansiva, pero que se fue menos preciso en cuanto al momento en que se iban a adoptar dichos movimientos de la TPM. Advierte que el riesgo de adoptar esta opción es que se intensifiquen los efectos de la crisis externa sobre la economía nacional y que ello requiera ajustes más significativos en los meses venideros.

El Presidente señor Rodrigo Vergara estima que bajar la TPM en 25 puntos base sería más consistente con anticiparse a una situación externa que, aunque en lo coyuntural muestra un cierto alivio, mantiene una perspectiva esencialmente negativa. Hace presente que el riesgo es que la intensidad de los efectos de la crisis externa sobre Chile sea menor que lo esperado y que por ello, la política monetaria sea por un tiempo más expansiva que lo necesario.

Por último, manifiesta que se inclina en esta oportunidad por mantener la TPM en su actual nivel de 5% anual. En su opinión, ello es coherente con los mensajes previos, a la vez que muestra cierta cautela en cuanto a que no es evidente que el espacio para seguir con el proceso de relajamiento monetario sea demasiado amplio, al menos por ahora. Agrega que el mensaje que se entrega es que eventuales bajas a futuro serían limitadas y no necesariamente consecutivas, y en todo caso, dependientes de la evolución de las condiciones externas e internas. En cuanto al sesgo, propone mantener el del Comunicado anterior.

En mérito de los fundamentos expuestos, el Presidente señor Rodrigo Vergara señala que su voto es por mantener la TPM en 5% anual.

En consecuencia, el Presidente señor Rodrigo Vergara deja constancia que se acuerda por unanimidad de los señores Consejeros mantener la TPM en 5,0% anual.

En virtud de lo anterior, el Consejo adoptó el siguiente Acuerdo:

182-01-120214 – Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,0% anual.

A continuación, se procede a dar lectura al texto del comunicado, que es del siguiente tenor:

Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5 % anual.

En el ámbito externo, las economías avanzadas mantienen un lento ritmo de crecimiento. Algunos indicadores de actividad y empleo de Estados Unidos han dado señales de mayor dinamismo, mientras que los indicadores para Europa muestran un deterioro. Persisten las dudas acerca de cómo se resolverá la situación de las economías de la



Eurozona, cuyos riesgos fiscales y financieros se mantienen muy elevados. Las condiciones financieras internacionales han mostrado cierta mejoría, el dólar se ha depreciado en los mercados internacionales y los precios de las materias primas han aumentado.

En el plano local, la actividad económica y la demanda interna han evolucionado algo por encima de lo proyectado en el IPoM. El mercado laboral sigue ajustado. Las condiciones en el mercado del crédito se mantienen estables. La inflación anual del IPC se sitúa levemente por sobre el rango de tolerancia, mientras que las medidas de inflación subyacente se han normalizado. Las expectativas inflacionarias permanecen en torno a la meta.

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Cambios futuros en la TPM dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:05 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



RODRIGO VERGARA MONTES
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda



JOAQUÍN VIAL RUIZ-TAGLE
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

